

# De waarde van het aandelenbezit

De val van de aandelenkoersen op Zwarte Maandag heeft een forse deuk geslagen in het vermogen van veel beleggers. De omvang hiervan onttrekt zich echter aan de waarneming doordat er weinig bekend is over het aandelenbezit. In dit artikel worden twee methoden toegepast om de waarde van het aandelenbezit van enkele economische sectoren te schatten. De waarde van het aandelenbezit van gezinshuishoudingen aan het eind van 1986 wordt geraamd op f 80 à 90 mrd.

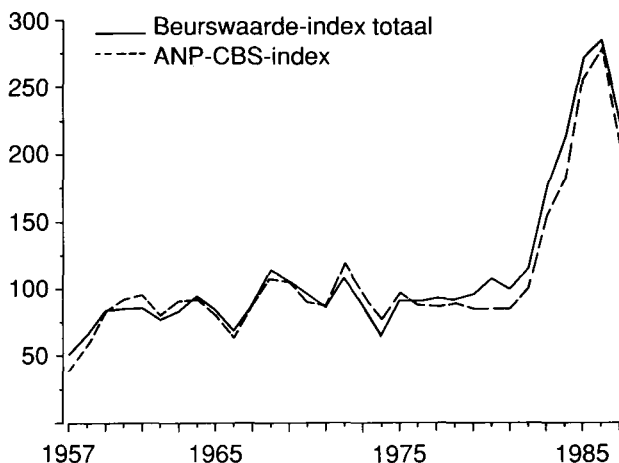
DRS. B.H. HASSELMAN – DRS. F.A.M. VAN ERP – A.G.H. NIBBELINK\*

De recente ineenstorting van de aandelenkoersen heeft voor vele beleggers forse vermogensverliezen opgeleverd (in ieder geval op papier), zie de figuur. Het is denkbaar dat dit met enige vertraging invloed heeft op de ontwikkelingen in de reële sfeer. Om daarover uitspraken te kunnen doen, is het nuttig na te gaan waar het aandelenbezit is gelocaliseerd. In dit artikel wordt daartoe een tweetal methoden toegepast<sup>1</sup>.

De eerste methode spitst zich toe op de berekening van het aandelenbezit van gezinnen vanaf 1965. Dit geschiedt aan de hand van gegevens omtrent koersen, beurswaarde van genoteerde aandelen en het aandelenbezit van diverse sectoren, afkomstig van het CBS en De Nederlandse Bank (DNB). De tweede methode poogt op een indirecte wijze tot een raming te komen voor het aandelenbezit van verschillende sectoren. Daartoe wordt aan de hand van geschatte dividendontvangsten van de diverse sectoren voor de periode 1977-1986 de daarmee overeenkomende theoretische beurswaarde van het aandelenbezit berekend. Dat gebeurt op basis van discontering van verwachte toekomstige dividendontvangsten.

Door onzekerheid ten aanzien van de gebruikte cijfers en de gemaakte veronderstellingen zijn de gepresenteerde uitkomsten slechts ramingen. Door evenwel de cijfers

Figuur. Koersverloop op de Amsterdamse effectenbeurs



van verschillende berekeningsmethoden en bronnen met elkaar te vergelijken en de verschillen te analyseren, kan wel enig inzicht in het aandelenbezit worden verkregen. Deze vergelijking vindt plaats aan het einde van dit artikel.

De directe methode leidt tot de conclusie dat de waarde van het aandelenbezit van gezinnen per eind 1986 ca. f 80 mrd. bedroeg. Dat komt overeen met ca. 50% van de beurswaarde van de uitstaande aandelen. De indirecte methode komt op een iets hoger bedrag uit (ca. f 90 mrd.), wat mede veroorzaakt wordt doordat de dividenden van niet op de Amsterdamse beurs genoteerde aandelen in de beschouwing worden betrokken. Geconcludeerd kan worden dat de uitkomsten van de twee methoden voor de andere sectoren eveneens in grote lijnen met elkaar overeenkomen.

## Directe methode

Uitgangspunt voor de directe berekening is de beurswaarde van de gewone Nederlandse aandelen genoteerd op de Amsterdamse beurs. De gegevens voor het totaal exclusief beleggingsmaatschappijen, internationale ondernemingen, bank-, krediet- en verzekeringswezen en de op de beurs genoteerde beleggingsmaatschappijen staan in tabel 1.

Het bezit van Nederlandse aandelen bij institutionele beleggers en banken is bekend uit de statistische bijlagen van de jaarverslagen en kwartaalberichten van De Nederlandse Bank. Het is niet exact bekend hoe deze bedragen gewaardeerd zijn; soms wordt gewaardeerd tegen beurswaarde, soms tegen aankoopwaarde en soms tegen het minimum van beurswaarde en aankoopwaarde. Voor de vergelijkbaarheid zou het wenselijk zijn om bij deze sectoren een correctie toe te passen zodat de bedragen in actuele beurswaarden luiden. Door gebrek aan gegevens is dit niet mogelijk. Wel kan geconcludeerd worden dat er

\*De auteurs zijn verbonden aan het Centraal Planbureau te Den Haag.

1. Dit artikel is gebaseerd op Werkdocument nr. 21 van het Centraal Planbureau.

Tabel 1. Beurswaarde van aandelen in mrd. gld. per ultimo, 1956 - 1986

	Totaal excl. bel.inst.	Banken en verz.wezen	Internationale concerns	Beleggingsinstellingen <sup>a</sup>
1956	16,335	0,715	11,598	.
1957	14,460	0,582	10,535	.
1958	20,879	0,758	15,557	.
1959	26,968	1,041	19,153	.
1960	28,554	1,231	19,300	.
1961	30,406	1,396	20,938	.
1962	28,862	1,477	20,063	.
1963	32,593	1,911	22,258	.
1964	35,820	1,941	25,066	.
1965	34,023	1,866	23,425	5,191
1966	27,690	1,649	18,280	4,453
1967	36,121	1,865	24,765	4,665
1968	47,787	2,478	35,702	5,856
1969	45,354	2,692	33,708	7,503
1970	42,332	3,104	30,464	5,882
1971	38,186	3,269	25,919	5,882
1972	48,537	4,467	30,692	7,775
1973	39,249	3,876	24,292	7,119
1974	28,775	3,648	16,417	5,125
1975	41,284	5,330	25,656	7,736
1976	41,383	5,523	26,530	8,214
1977	43,337	6,726	26,580	7,552
1978	44,195	8,524	28,177	8,086
1979	46,645	9,219	28,151	8,863
1980	52,701	9,257	35,283	9,990
1981	49,094	8,632	32,243	9,837
1982	57,685	9,572	37,165	9,798
1983	89,889	14,790	56,897	13,512
1984	110,748	17,536	72,034	14,994
1985	145,251	31,749	79,951	19,302
1986	160,506	28,738	90,191	22,986

Bron: Maandstatistiek Financieringen (CBS), Vereniging voor de Effectenhandel.

a. Exclusief vastgoedfondsen.

voor de sector bank- en verzekeringswezen sprake is van enige onderschatting van de waarde van hun aandelenbezit.

Voor het buitenland zijn geen uitgebreide gegevens beschikbaar over het bezit van Nederlandse aandelen. Bekend is slechts wat het buitenland in 1985 aan Nederlandse aandelen in bezit had<sup>2</sup>, namelijk f 66,9 mrd. Voorts is bekend wat het buitenland elk jaar c.q. kwartaal netto aankoopt c.q. verkoopt aan Nederlandse aandelen<sup>3</sup>. Samen met de gegevens voor de beurswaarde-index kan een tijdreeks worden samengesteld voor het aandelenbezit van het buitenland door een geschikt startniveau te kiezen (in bij voorbeeld 1956) en vervolgens te cumuleren op basis van de rekenregel:

$$W_t = W_{t-1} \cdot BK_t / BK_{t-1} + NA_t$$

waarin:

$W_t$  = waarde ultimo jaar t;

$BK_t$  = beurskoers ultimo jaar t;

$NA_t$  = netto aankopen in jaar t.

Er wordt dan verondersteld dat buitenlandse beleggers een portefeuille-opbouw hebben die gelijk is aan die van het totaal. Denkbaar is dat deze groep beleggers relatief meer belangstelling heeft voor de aandelen van de internationals; gegevens ontbreken echter. Voorts wordt aangenomen dat de netto aankopen gedurende het jaar reeds

Tabel 2. Aandelenbezit voor enkele sectoren in mrd. gld. per ultimo

	Bankwezen <sup>a</sup>	Institutionele beleggers <sup>b</sup>	Buitenland <sup>c</sup>	Restant <sup>c</sup>	Gezinnen <sup>d</sup>
1957	0,109	0,425	8,999	4,927	.
1958	0,109	0,505	11,616	8,649	.
1959	0,123	0,552	15,084	11,209	.
1960	0,127	0,593	15,741	12,093	.
1961	0,140	0,666	15,979	13,621	.
1962	0,273	0,904	14,414	13,271	.
1963	0,206	0,954	15,700	15,733	.
1964	0,258	1,077	17,938	16,547	.
1965	0,266	1,246	16,035	16,476	19,071
1966	0,243	1,376	12,993	13,078	15,305
1967	0,261	1,638	16,643	17,579	19,912
1968	0,329	1,750	22,096	23,612	26,540
1969	0,341	2,041	20,574	22,398	26,149
1970	0,323	2,113	18,798	21,098	24,039
1971	0,306	2,272	17,218	18,390	21,331
1972	0,339	3,031	22,462	22,705	26,593
1973	0,440	3,771	17,821	17,217	20,776
1974	0,430	4,036	12,233	12,076	14,639
1975	0,325	4,381	17,375	19,203	23,071
1976	0,289	4,726	16,967	19,401	23,508
1977	0,248	4,429	18,071	20,589	24,365
1978	0,249	5,102	18,573	20,271	24,314
1979	0,238	4,919	19,927	21,561	25,993
1980	0,225	5,124	23,329	24,023	29,018
1981	0,317	5,193	22,044	21,540	26,459
1982	0,523	5,839	26,796	24,527	29,426
1983	0,907	8,978	41,895	38,109	44,865
1984	1,074	11,465	50,469	47,740	55,237
1985	1,364	14,153	66,919	62,815	72,466
1986	1,714	17,606	71,916	69,270	80,763

a. Algemene banken, overige geldscheppende instellingen, spaarbanken, De Nederlandsche Bank en hypotheekbanken en bouwfondsen.

b. Pensioenfondsen, verzekeringswezen en sociale fondsen.

c. Zie tekst.

d. Restant + 50% beurswaarde beleggingsinstellingen (tabel 1).

gewaardeerd zijn tegen de koers per ultimo. Bij grote koersstijgingen gedurende het jaar en relatief grote aankopen kan hierdoor een vertekening van de waarde van het aandelenbezit per ultimo ontstaan.

De gegevens omtrent netto aankoop van aandelen door het buitenland, te zamen met de gegevens voor banken en institutionele beleggers, en de uitkomsten voor het aandelenbezit van het buitenland staan in tabel 2. In de kolom Restant is de beurswaarde van het aandelenbezit opgenomen dat niet bij de genoemde sectoren zit. Het bedrag luidt exclusief de waarde van de uitstaande aandelen van ter beurze genoteerde beleggingsmaatschappijen.

Het is in principe mogelijk om het aandelenbezit van gezinnen te bepalen als de som van het genoemde restant en de beurswaarde van de aandelen van de beleggingsmaatschappijen. Dit levert echter naar alle waarschijnlijkheid een overschatting op van het aandelenbezit van gezinnen. De redenen hiervoor zijn:

2. M. van Nieuwkerk, Kapitaalexport, *ESB*, jg. 72, nr 3602, 15/22 april 1987.

3. Vanaf 1967; voor de periode daarvoor is aangenomen dat 31,7% van het totale buitenlandse aanbod op de kapitaalmarkt betrekking had op aandelen. Zie E. Sterken, *Een statistiek van de Nederlandse kapitaalmarkt*, CCSO-reeks nr. 4, Groningen, 1987. De gegevens komen uit tabel 7.1 van de statistische bijlagen van de jaarverslagen c.q. kwartaalberichten van DNB.

- niet alle aandelen van beleggingsmaatschappijen hoeven in handen te zijn van gezinnen;
- een gedeelte van de beleggingsmaatschappijen legt zich toe op belegging in obligaties en onroerend goed;
- het aandelenbezit van beleggingsmaatschappijen bestaat ook deels uit binnenlandse aandelen;
- een gedeelte van de beleggingsmaatschappijen heeft een buitenlands management en opereert ten behoeve van buitenlandse beleggers.

Gegevens met betrekking tot ter beurze genoteerde beleggingsmaatschappijen ontbreken. Het CBS publiceert echter de statistiek *Financiële gegevens beleggingsinstellingen*, waaruit enige gegevens te destilleren zijn omtrent de beleggingen van beleggingsinstellingen<sup>4</sup>. Uit die gegevens voor 1983 - 1984 blijkt dat bij de beleggingsinstellingen die overwegend in effecten beleggen:

- ca. 90% van het eigen vermogen in effecten is belegd (aandelen, obligaties en pandbrieven);
- ca. 70% van het effectenbezit betrekking heeft op aandelen;
- ca. 80% van het aandelenbezit in het buitenland is belegd;
- ca. 60% van het obligatiebezit, inclusief pandbrieven, in het buitenland is belegd.

Indien deze cijfers ook als indicatief beschouwd mogen worden voor ter beurze genoteerde instellingen en verondersteld wordt dat het eigen vermogen van deze instellingen gelijk is aan de beurswaarde, zou circa 50% van de beurswaarde van de beleggingsmaatschappijen indirect aan gezinnen toegerekend kunnen worden in de vorm van aandelenbezit. De beurswaarde zou voor 63% (= 0,9 x 0,7) betrekking hebben op aandelen, waarvan circa 20% belegd is in binnenlandse aandelen. Deze laatste mogen in de berekening niet worden meegenomen omdat dan een dubbel telling zou plaatsvinden. Hieruit resulteert de toerekeningsfactor van 0,5 (= 0,63 x 0,8). Een raming van het aandelenbezit van gezinnen is dan te berekenen door de kolom Restant van tabel 2 te vermeerderen met 50% van de beurswaarde van beleggingsinstellingen (tabel 1). Voor de periode 1965 - 1986 staat de uitkomst in tabel 2.

#### Voor- en nadelen

Als belangrijkste voordeel van deze methode kan genoemd worden dat de gebruikte cijfers op waarnemingen berusten en slechts een tweetal veronderstellingen nodig is ten aanzien van de effecten in buitenlandse handen en de toerekening van het aandelenbezit van beleggingsinstellingen. De belangrijkste beperkingen zijn gelegen in het niet rekening houden met:

- het rechtstreekse buitenlandse-aandelenbezit van gezinnen;
- de waarde van het preferente-aandelenbezit;
- de waarde van niet ter beurze genoteerde aandelen (zoals bij voorbeeld Vendex);
- de waarde van het aandelenbezit van de overheid<sup>5</sup>;
- de waarde van een eventueel aandelenbezit van bedrijven (zoals bij voorbeeld Elsevier);
- een eventuele onderwaardering van het aandelenbezit van banken en institutionele beleggers.

De eerste drie factoren zouden tot een groter aandelenbezit leiden; de laatste drie tot een lager. Over de omvang van deze correcties valt zonder nadere gegevens weinig te zeggen.

#### Indirecte methode

De indirecte methode is gebaseerd op de veronderstelling dat de contante waarde van toekomstige dividenden gelijk is aan de theoretische waarde van het aandelenbezit. De omvang van de toekomstige dividenden wordt benaderd met de actuele waarde van de dividenduitkeringen en een verwachte groei hiervan. De theoretische beurswaarde is:

$$\sum_{t=1}^{\infty} D(1+g)^t / (1+p)^t = [(1+g) / (p-g)] \cdot D$$

waarin:

- D = dividendbedrag;
- g = groei van de dividenden (g < p);
- p = rente plus risico-opslag.

De gezamenlijke omvang van de ontvangen en betaalde dividenden, royalties, pachten en dergelijke is sedert de *Nationale Rekeningen 1977* (op kasbasis) opgenomen voor de sectoren<sup>6</sup>:

- niet-financiële bedrijven;
- bankwezen (DNB, algemene banken, spaarbanken)<sup>7</sup>;
- verzekeringswezen (levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen);
- overheid (rijk en overige publiekrechtelijke lichamen);
- sociale verzekeringen;
- gezinshuishoudingen;
- buitenland.

De door deze sectoren ontvangen en betaalde dividenden hebben betrekking op:

- aandelen aan de Nederlandse effectenbeurs genoteerd;
- aandelen aan buitenlandse effectenbeurzen genoteerd (in handen van Nederlandse ingezetenen);
- aandelen die niet aan een effectenbeurs genoteerd zijn (in handen van Nederlandse ingezetenen). Dit kan zowel betrekking hebben op fondsen op bijzondere soorten aandelen zoals bij voorbeeld preferente aandelen;
- deelnemingen in bedrijven. Deze zullen verder ook als aandelen worden betiteld zodat het begrip ook niet direct in waardepapieren belichaamd risicodragend vermogen zoals bij voorbeeld deelnemingen omvat.

De dividendontvangsten van de overheid bestaan voornamelijk uit de winst van DNB, aardgaswinsten en de winst van de PTT. Om een vertekening door deze staatsbedrijven van de waarde van het aandelenvermogen te voorkomen, is de winst van DNB in mindering gebracht op de dividendbetalingen verricht door het bankwezen en zijn de resterende ontvangsten bij de overheid in mindering gebracht op de dividenduitkeringen van niet-financiële bedrijven. Tevens zijn de resterende dividendbetalingen bij de niet-financiële bedrijven en het buitenland met f 1,5 mrd. respectievelijk een f 0,5 mrd. verlaagd als raming voor de betaalde pachten, royalties en dergelijke. Aan de batenkant van de dividendstromen is deze totaal f 2 mrd. reductie in mindering gebracht op de niet-financiële bedrijven (f 0,5 mrd.), verzekeringswezen (f 0,25 mrd.), gezinshuishoudingen (f 0,5 mrd.) en buitenland (f 0,75 mrd.).

4. Inclusief niet ter beurze genoteerde maatschappijen en depots.  
5. Naar schatting was per ultimo 1986 de beurswaarde daarvan ca. f 3 mrd.

6. Staat 9.8 e.v. *Nationale rekeningen 1983*, idem 1984 en 1985; tabel S 10 e.v. *Nationale rekeningen 1986*.

7. In tegenstelling tot in de financiële rekeningen bevat de sector bankwezen hier niet de beleggingsinstellingen. De door deze ontvangen dividendstromen zijn rechtstreeks naar de aandeelhouders hiervan geboekt.

Tabel 3. De geschatte disconteringsvoet in % op jaarbasis

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Rente	8,00	7,70	8,60	10,20	11,50	9,90	8,20	8,10	7,30	6,40
Opslag	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
Groei	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Discontovoet	9,41	9,12	10,00	11,57	12,84	11,27	9,61	9,51	8,73	7,84

Tabel 4. Geschatte theoretische beurswaarde van het aandelenbezit in mrd. gld. per ultimo

Aandelen geëmitteerd door	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Bedrijven	67,52	95,52	99,29	101,05	76,94	103,23	134,63	149,74	181,00	201,28
Banken	3,57	3,52	2,61	2,42	1,94	1,52	2,65	3,58	4,44	11,00
Verzekeringsmijnen	3,93	4,72	5,40	5,45	5,76	5,94	7,08	7,89	9,63	10,84
Overheid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Soc. verzekeringen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gezinnen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Buitenland	36,98	41,13	39,00	40,28	42,12	47,63	60,16	57,84	83,55	78,03
Totaal	111,99	144,88	146,30	149,30	126,76	158,32	204,52	219,04	278,61	301,16

Waarde aandelen-  
bezit van

Bedrijven	34,32	37,29	35,60	36,05	38,31	43,11	52,04	48,06	71,97	63,11
Banken	0,85	1,10	1,20	1,12	1,17	1,60	2,08	2,31	2,52	3,32
Verzekeringsmijnen	5,95	5,92	6,30	7,43	7,55	11,97	18,94	23,98	29,80	38,12
Overheid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Soc. verzekeringen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gezinnen	30,71	51,99	59,40	57,48	36,67	48,34	65,47	66,88	79,31	91,67
Buitenland	40,06	48,59	43,80	47,11	43,06	53,31	65,99	77,81	95,01	104,93
Totaal	111,88	144,88	146,30	149,20	126,76	158,32	204,52	219,04	278,61	301,16

De na deze correctie geraamde bruto dividendbedragen betreffen in 1977 respectievelijk 1986 een totale omvang van f 10 mrd. en f 23 mrd. Hiervan wordt circa 65% door niet-financiële bedrijven uitgekeerd en het restant is vrijwel geheel afkomstig uit het buitenland. Als belangrijkste ontvangers van dividenden treden het buitenland en gezins-huishoudingen op voor elk ruim 30%.

De hoogte van de disconteringsvoet (tabel 3) is afhankelijk van de lange rente, een risico-opslag voor beleggingen in risicodragend vermogen en een verwachte groei van de dividenden. Deze laatste is 2% verondersteld en de risico-opslag is geraamd op 3,6%<sup>8</sup>.

Op basis van deze disconteringsvoeten en gecorrigeerde dividendbedragen is de theoretische beurswaarde van het aandelenbezit van de onderscheiden sectoren bepaald (tabel 4).

#### Voor- en nadelen

Als belangrijkste voordelen van deze indirecte methode zijn te noemen:

- voor zover buitenlandse aandelen of deelnemingen in handen van ingezetenen aanleiding zijn tot dividendstromen zijn deze in de totale waarde van het aandelenbezit vertegenwoordigd;
- voor zover aandelen niet op een effectenbeurs genoteerd zijn maar wel tot dividendstromen aanleiding zijn, zijn deze in de totale waarde van het aandelenbezit opgenomen. Hierbij gaat het zowel om fondsen als om bijzondere soorten aandelen.

Naast bovengenoemde voordelen moeten als belangrijkste nadelen van de indirecte methode aangemerkt worden dat:

- de gebruikte dividendbedragen ook andere betalingen

omvat en de correctie in veelvoud van f 0,25 mrd. uiteraard slechts een schatting is;

- de gebruikte methode afhangt van uitgekeerde dividenden en de groei hiervan. De waarde van aandelen zal door de winsthoudingen waarschijnlijk onderschat worden. Vooral bij directe investeringen kan dit een bron van verschillen zijn;
- de waarde van de disconteringsvoet onzeker is. Deze onzekerheid komt enerzijds voort uit het toepassen van dezelfde disconteringsvoet voor alle onderscheiden economische sectoren en anderzijds uit de numerieke invulling van deze variabelen<sup>9</sup>.

#### Vergelijking van de resultaten

Tot slot wordt ingegaan op de verschillen per economische sector tussen de uitkomsten van de tabellen 2 en 4 onderling en in vergelijking met elders gepresenteerde cijfers. Voor dit doel zijn in tabel 5 enige cijfers uit andere bronnen opgenomen.

8. De bron van de groeivoet is *Centraal economisch plan 1986*, middellange-termijnraming met nader beleid (2% reële groei en 0% inflatie). De risico-opslag is een gewogen gemiddelde van een ex post gerealiseerd verschil tussen aandelen en obligatierendement over een aantal landen (*Beursplein 5*, 17 augustus 1987).

9. In het bijzonder zijn van belang: 1. de nominale groeivoet die in het recente verleden groter was dan de gebruikte 2%; 2. de constante opslag van 3,6%(-punt) die in het verleden mogelijk hoger is geweest in verband met de golf van faillissementen; 3. de hantering van de feitelijke lange rente in plaats van de verwachte rente. In de in voetnoot 1 genoemde publikatie zijn daarom enige onzekerheidsvarianten opgenomen.

**Tabel 5. Waarde van het aandelenbezit volgens andere bronnen in mrd. gld.**

	Bankwezen <sup>a</sup>	Verzekeringswezen <sup>b</sup>	Gezinnen
1977	0,682	6,410	
1978	0,875	6,824	
1979	0,965	6,635	
1980	0,982	7,078	25 <sup>c</sup>
1981	0,930	7,326	
1982	1,508	8,443	
1983	2,247	12,897	
1984	2,289	15,752	56 <sup>d</sup>
1985	2,453	29,980	
1986	3,125	37,730	

a. Jaarverslag DNB, 1986, tabel 2.1, kolommen 12, 13, 16 (incl deelnemingen).

b. Incl. pensioenfondsen, Jaarverslag DNB, 1986, tabel 2.2, kolommen 10 en 12, (inclusief deelnemingen).

c. P.A. van de Pavverd, De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen, preadvies in: *Risicodragend vermogen is het aanbod hiervan voldoende of is de vraag te klein?*, NIBE, 1982.

d. *Beursplein* 5, 14 november 1986 (Van de Pavverd geciteerd).

De uitkomsten voor de waarde van het aandelenbezit van banken in tabel 4 zijn groter dan de in tabel 2 gepresenteerde cijfers. De belangrijkste oorzaken hiervoor zijn:

- de minimumwaarderingsregel die ten grondslag ligt aan de cijfers van tabel 2;
- het ontbreken van niet aan de beurs genoteerde aandelen in de cijfers van tabel 2. Een voorbeeld hiervan zijn de deelnemingen die wel in de cijfers van tabel 5 zijn opgenomen. De verschillen tussen de tabellen 5 en 4 zijn derhalve klein;

- het ontbreken van buitenlandse aandelen in de cijfers van tabel 2.

Met betrekking tot het aandelenbezit van het verzekeringswezen stemmen de cijfers uit tabel 4 overeen met tabel 5. De belangrijkste oorzaken van de optredende verschillen zijn:

- de minimumwaarderingsregel die ten grondslag ligt aan de cijfers van DNB;
- de cijfers van DNB betreffen een steekproef.

Ten aanzien van het aandelenbezit van gezinshuishoudingen stemmen de cijfers uit tabel 2 overeen met door Van den Pavverd gepubliceerde cijfers (zie tabel 5), maar zijn kleiner dan de in tabel 4 genoemde. Dit vindt vooral zijn oorzaak in het ontbreken van:

- niet aan de Nederlandse effectenbeurs genoteerde aandelen;
- buitenlandse aandelen in handen van gezinshuishoudingen.

**B.H. Hasselman  
F.A.M. van Erp  
A.G.H. Nibbelink**



*Samen goed voor een slordige f 80 mrd.*